

泰格医药(300347)

报告日期: 2023年08月28日

## 主业延续强劲, 看好 H2 环比改善

### ——泰格医药 2023H1 业绩点评

#### 投资要点

- **2023Q2 剔除特定疫苗项目主业延续 2023Q1 高增长趋势, 看好特定疫苗项目高基数影响逐渐消除后公司主业高增长趋势。**
- **业绩: 2023H1 大临床主业收入 YOY 超 40%, 凸显强劲**  
 公司披露 2023H1 业绩: 实现收入 37.11 亿 (YOY3.25%), 归母净利润 13.88 亿 (YOY16.47%), 扣非净利润 7.93 亿 (YOY2.86%), 其中 2023Q2 实现收入 19.06 亿 (YOY7.31%, 环比增长), 归母净利润 8.20 亿 (YOY21.72%), 扣非净利润 4.12 亿 (YOY4.91%)。其中 2023H1 其他非流动资产产生的公允价值变动收益 5.30 亿, 拉动归母净利润较快增长。  
**业务拆分: 2023Q2 主业收入 YOY 预计延续 25%-30%。** 2023H1 临床试验技术服务收入 21.03 亿 (YOY-3.17%), 主要由于 2023H1 公司开展的特定疫苗项目临床试验减少, 剔除该等项目后临床试验技术服务收入 YOY 超过 40%。临床试验相关服务及实验室服务收入 15.67 亿 (YOY13.49%), 参考控股子公司方达控股收入 YOY7.14% (港股上市公司), 预计方达控股对临床试验相关服务及实验室服务有所拖累。综合临床试验技术服务和临床试验相关服务及实验室服务收入增速和收入绝对值, 我们大致估算 2023H1 剔除特定疫苗项目主业收入 YOY 在 25%-30%, 意味着 2023Q2 主业收入 YOY 延续了我们 2023Q1 业绩点评中测算的增速水平, 凸显主业强劲增长。
- **盈利能力: 特定疫苗收入下降以及实验室服务产能利用率提升下仍望提升**  
 2023H1 整体毛利率 39.91% (同比+0.21pct), 2023Q2 毛利率 40.16% (同比下降 0.43pct, 环比+0.51pct)。分业务看: 2023H1 临床试验技术服务毛利率 39.74% (同比+2.62pct), 主要是经营效率提升以及过手费减少。临床试验相关服务及实验室服务毛利率 39.69% (同比下降 3.68pct), 主要是低毛利率 SMO 业务增长较快以及方达增速放缓、新业务新产能拖累。  
 2023H1 扣非净利率 21.38% (同比-0.08pct), 单 Q2 扣非净利率 21.62% (同比-0.51pct), 其中销售费用率下降 0.03pct, 管理费用率提升 0.50pct, 研发费用率提升 0.32pct, 财务费用率下降 0.81pct。
- **展望: 看好本土持续壮大和国际化加速下, 中长期主业稳健增长**  
 从 2023H1 扣除特定疫苗项目后主业收入仍保持高增长可以看出公司主业增长仍相对强劲。2022 年底公司在手订单 137.86 亿元, 也有望支撑公司主业维持较高增速水平。而且伴随着公司海外运营网络布局持续完善, 不仅仅可以承接更多的海外订单, 本土创新药企业开展 MRCT 的订单也有望不断增长。公司中报中也批露“公司助力首个中国本土疫苗在美国获批开展 I 期临床研究, 并且支持多个创新型疫苗在中国省级疾控中心和医院开展三期保护效力研究, 包括水痘、RSV、金葡菌疫苗、治疗性卡介苗等”, 这些新承接的疫苗订单也有望逐渐贡献业绩弹性。我们看好公司本土持续壮大以及国际化持续突破下, 公司中长期业绩稳定增长。
- **盈利预测与估值**  
 我们预计 2023-2025 年公司 EPS 为 2.84、3.58 和 4.40 元/股, 2023 年 08 月 28 日收盘价对应 2023 年 PE 为 23 倍 (对应 2024 年 PE 为 19 倍), 考虑到公司作为本土临床 CRO 龙头, 龙头壁垒持续体现, 看好公司业绩成长性, 同时考虑到公司国际化有望进入加速阶段, 我们维持“买入”评级。
- **风险提示**  
 创新药投融资恶化的风险, 临床试验政策波动风险, 新业务整合不及预期风险, 业绩不达预期风险, 测算偏差风险。

#### 投资评级: 买入(维持)

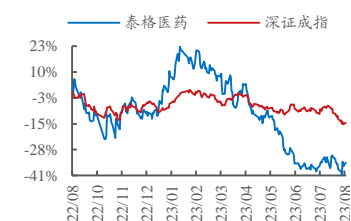
分析师: 孙建  
 执业证书号: S1230520080006  
 02180105933  
 sunjian@stocke.com.cn

分析师: 郭双喜  
 执业证书号: S1230521110002  
 guoshuangxi@stocke.com.cn

#### 基本数据

收盘价	¥ 66.24
总市值(百万元)	57,788.98
总股本(百万股)	872.42

#### 股票走势图



#### 相关报告

- 1 《主业强劲增长, 看好 Q2 环比加速》 2023.04.26
- 2 《疫情下很强劲, 看好国际化加速》 2023.03.29
- 3 《主业强劲, 仍望高成长 —— 泰格医药 2022Q3 业绩点评》 2022.10.25

## 财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	7085	8067	10121	12347
(+/-) (%)	35.91%	13.85%	25.46%	21.99%
归母净利润	2007	2480	3120	3837
(+/-) (%)	-30.19%	23.60%	25.78%	22.99%
每股收益(元)	2.30	2.84	3.58	4.40
P/E	28.80	23.30	18.53	15.06

资料来源：浙商证券研究所

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	11107	14670	15540	17499
现金	7858	10405	10619	11803
交易性金融资产	25	32	35	38
应收账款	1034	1552	1964	2391
其它应收款	51	81	101	123
预付账款	59	67	83	101
存货	22	22	28	34
其他	2058	2510	2710	3010
<b>非流动资产</b>	16339	17491	20396	23236
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	1800	2000	2200	2400
固定资产	566	874	1201	1483
无形资产	338	370	413	447
在建工程	186	391	461	407
其他	13449	13856	16122	18498
<b>资产总计</b>	27447	32161	35936	40735
<b>流动负债</b>	3730	5253	5237	5323
短期借款	1849	1761	1000	500
应付款项	158	175	272	268
预收账款	0	1291	1518	1729
其他	1723	2026	2448	2826
<b>非流动负债</b>	1036	1140	1361	1661
长期借款	245	245	245	245
其他	791	895	1116	1416
<b>负债合计</b>	4765	6393	6598	6983
少数股东权益	3098	3536	4086	4763
归属母公司股东权	19583	22232	25252	28989
<b>负债和股东权益</b>	27447	32161	35936	40735

### 利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	7085	8067	10121	12347
营业成本	4277	4490	5544	6701
营业税金及附加	23	24	28	32
营业费用	150	165	207	247
管理费用	630	686	835	988
研发费用	235	242	304	370
财务费用	(158)	(92)	(44)	(36)
资产减值损失	25	24	30	37
公允价值变动损益	536	600	700	800
投资净收益	103	150	200	250
其他经营收益	40	60	80	100
<b>营业利润</b>	2582	3337	4196	5158
营业外收支	3	(17)	(19)	(21)
<b>利润总额</b>	2585	3321	4177	5137
所得税	314	403	507	623
<b>净利润</b>	2272	2918	3670	4514
少数股东损益	265	438	551	677
<b>归属母公司净利润</b>	2007	2480	3120	3837
EBITDA	2649	3244	4068	5005
EPS (最新摊薄)	2.30	2.84	3.58	4.40

### 主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入	35.91%	13.85%	25.46%	21.99%
营业利润	-30.15%	29.22%	25.72%	22.94%
归属母公司净利润	-30.19%	23.60%	25.78%	22.99%
<b>获利能力</b>				
毛利率	39.64%	44.34%	45.22%	45.73%
净利率	32.06%	36.17%	36.26%	36.56%
ROE	9.27%	10.24%	11.32%	12.16%
ROIC	9.67%	11.07%	12.63%	13.81%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	17.36%	19.88%	18.36%	17.14%
净负债比率	48.52%	36.85%	24.93%	17.11%
流动比率	2.98	2.79	2.97	3.29
速动比率	2.97	2.79	2.96	3.28
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.28	0.27	0.30	0.32
应收账款周转率	7.71	8.08	12.07	22.89
应付账款周转率	30.15	26.96	24.82	24.83
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	2.30	2.84	3.58	4.40
每股经营现金	1.56	4.84	3.79	4.61
每股净资产	22.45	25.48	28.94	33.23
<b>估值比率</b>				
P/E	28.80	23.30	18.53	15.06
P/B	2.95	2.60	2.29	1.99
EV/EBITDA	32.67	16.61	13.19	10.57

### 现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	1358	4225	3308	4019
净利润	2272	2918	3670	4514
折旧摊销	179	65	85	104
财务费用	(158)	(92)	(44)	(36)
投资损失	(103)	(150)	(200)	(250)
营运资金变动	(927)	1105	687	532
其它	95	379	(891)	(845)
<b>投资活动现金流</b>	(2789)	(1982)	(2327)	(2320)
资本支出	(97)	(550)	(450)	(300)
长期投资	(1061)	(200)	(200)	(200)
其他	(1632)	(1232)	(1677)	(1820)
<b>筹资活动现金流</b>	809	305	(767)	(514)
短期借款	1356	(88)	(761)	(500)
长期借款	245	0	0	0
其他	(792)	392	(6)	(14)
<b>现金净增加额</b>	(623)	2547	213	1185

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>